

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

一季度业绩符合预期 期待变革继续前行

事件描述

山西汾酒（600809.SH）今日发布 2010 年一季报，实现主营业务收入 10.32 亿，同比增长 68.32%；归属母公司所有者净利润 2.6 亿，同比增长 67.11%。业绩符合我们的预期。

事件评论

第一， 跨年度旺销带来收入大幅增长

- 经过 2009 年的持续渐进式改革，公司压缩了开发产品、理顺了渠道价差、严格管控了串货行为，汾酒实现修复式成长。一季度收入同比增长 68%，完成全年任务的三分之一多。我们估算省内市场增长 50%，省外市场收入翻番；汾酒走出省外方向仍在延续。
- 一季度收入增长有部分来源于上年底预收款的结转，静态看预售款项环比下降 8100 万。

第二， 毛利环比下滑稍显意外

- 旺季毛利环比下降约 4 个百分点，稍显意外。2010 年公司计划高端产品青花瓷实现收入 10 亿元，增长基础为销量提升 50%至 1500 吨，价格上调 15%左右。2009 年青花瓷销售 1000 吨，步入加速放量阶段，我们认为 2010 年的销售目标实现基本无碍。
- 2009 年四季度起，公司将维修费从成本转入管理费用统计，毛利率依然下降说明中低端产品在节庆期间似乎销售情况良好。

第三， 消费税率和销售费用率有改善空间

- 营业税金及附加率为 14.55%，虽同比环比下降但依然高于同行水准。公司营业税金及附加主要由 1 个百分点左右的从量税和 13 个百分点左右的从价税，以及 1.5 个百分点的城建税、0.8 个百分点左右的教育费附加组成。由于地方税务部门对通过销售公司避税的模式审查较严格，目前此项指标尚没有下降趋势，但后续变通的可能性存在。
- 销售费用为 1.73 亿，费用率为 16.77%；其中，结转了预付广告费约 3000 万。公司目前的销售费用约 95%由销售公司支配，预算模式亦是销售公司上提董事会。在汾酒全国布局的战略初始阶段，提高品牌力、建设重点市场和标杆市场，必然伴随高费用投入。但未来，随着公司机制改善和发展阶段前进，销售费用率有较大改善空间。

第四， 期待内部机制进一步理顺和中长期规划的明确

- 1 季度汾酒业绩符合我们此前调研报告的感观。我们认为 2010 年汾酒完成 30 亿营收的难度不大，而关键问

题依然是现在正进行的内部机制（人事，劳动，薪酬）理顺和中长期规划的明确。

- 杏花村主品牌年内将并入股份公司，有利于品牌完整和产品线梳理。

第五， 维持推荐评级

- 我们维持 2010-2012 年 EPS 为 1.38、1.95 和 2.49 元，期待公司渐进式变革的进一步实现；维持推荐评级。

附：主要财务指标

资产负债表	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
货币资金	190.12	336.46	568.85	542.1	751.71	610.72	766.46	707.58	714.87
存货	507.95	583.8	566.65	691.82	650.39	686.13	668.24	808.17	735.25
预收款项	29.24	51.88	57.61	96.59	144.09	83.91	141.46	235.56	154.18
预收款变化		22.64	5.73	38.98	47.5	-60.18	57.55	94.1	-81.38
应收票据	486.1	283.01	255.57	283.54	293.4	320.69	330.65	361.91	511.55
应收账款	106.92	120.42	94.6	39.14	54.43	73.21	100.39	44.96	94.62
应收票据变化		-203.09	-27.44	27.97	9.86	27.29	9.96	31.26	149.64
应收账款变化		13.5	-25.82	-55.46	15.29	18.78	27.18	-55.43	49.66

利润表（单季度）	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
营业收入	315.6	272.16	538.14	458.62	613.11	481.88	612.38	436.07	1032
增速					94.27%	77.06%	13.80%	-4.92%	68.32%
营业成本	78.84	61.93	119.64	112.47	145.2	145.18	155.77	92.60	264.85
毛利	75.02%	77.25%	77.77%	75.48%	76.32%	69.87%	74.56%	78.76%	74.34%
营业税金及附加	48.69	50.21	69.67	76.32	99.59	84.57	89.97	94.07	150.16
营业税金及附加/营业收入	15.43%	18.45%	12.95%	16.64%	16.24%	17.55%	14.69%	21.57%	14.55%
销售费用	125.03	36.38	68.41	80.16	69.6	79.21	82.91	132.16	173.02
销售费用率	39.62%	13.37%	12.71%	17.48%	11.35%	16.44%	13.54%	30.31%	16.77%
管理费用	23.48	35.13	40.85	49.99	34.78	34.04	47.36	85.76	48.24
管理费用率	7.44%	12.91%	7.59%	10.90%	5.67%	7.06%	7.73%	19.67%	4.67%
财务费用	2.25	-0.83	-1.18	-0.89	-0.47	-0.43	-0.79	-0.31	-1.32
财务费用率	0.71%	-0.30%	-0.22%	-0.19%	-0.08%	-0.09%	-0.13%	-0.07%	-0.13%
营业利润	36.22	89.01	240.74	120.04	264.28	137.55	236.98	32.04	397.01
增速					629.65%	54.53%	-1.56%	-73.31%	50.22%
利润总额	35.21	75.29	228.6	104.77	262.29	135.92	234.22	29.57	388.2
增速					644.93%	80.53%	2.46%	-71.78%	48.00%
所得税	14.53	23.7	50.59	40.45	64.62	41.15	58.18	40.14	84.36
实际所得税率	41.27%	31.48%	22.13%	38.61%	24.64%	30.28%	24.84%	135.75%	21.73%
净利润	20.68	51.59	178	64.33	197.67	94.77	176.04	-10.58	303.84
少数股东损益	-7.33	17.69	40.57	18.51	41.83	20.14	39.81	1.14	43.41
少数股东损益占比		34.29%	22.79%	28.77%	21.16%	21.25%	22.61%		14.29%
归属于母公司所有者的净利润	28.01	33.9	137.44	45.82	155.84	74.63	136.23	-11.71	260.43
增速					456.37%	120.15%	-0.88%	-125.56%	67.11%
净利率	8.88%	12.46%	25.54%	9.99%	25.42%	15.49%	22.25%	-2.69%	25.24%
销售商品、提供劳务收到的现金	472.87	513.29	645.57	482.32	732.55	414.3	718.96	572.85	985.88
销售商品、提供劳务收到的现金/收入	149.83%	188.60%	119.96%	105.17%	119.48%	85.98%	117.40%	131.37%	95.53%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2143	2935	3570	3936	货币资金	708	1764	2281	3030
营业成本	539	619	732	773	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1605	2316	2838	3163	应收账款	56	86	105	115
% 营业收入	74.9%	78.9%	79.5%	80.4%	存货	808	0	0	0
营业税金及附加	368	470	571	630	预付账款	42	36	38	34
% 营业收入	17.2%	16.0%	16.0%	16.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	364	587	643	708	流动资产合计	1976	2326	2960	3770
% 营业收入	17.0%	20.0%	18.0%	18.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	202	205	250	276	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	-2	-4	-7	-10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	464	850	1229	1496
资产减值损失	2	5	8	5	无形资产	30	28	27	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	24	1	2	1
营业利润	671	1053	1374	1554	其他非流动资产	10	10	10	10
% 营业收入	31.3%	35.9%	38.5%	39.5%	资产总计	2509	3221	4232	5308
营业外收支	-9	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	662	1053	1374	1554	应付款项	129	86	92	82
% 营业收入	30.9%	35.9%	38.5%	39.5%	预收账款	236	293	357	394
所得税费用	204	316	385	388	应付职工薪酬	65	45	48	43
净利润	458	737	989	1165	应交税费	192	259	315	336
归属于母公司所有者					其他流动负债	95	94	105	113
的净利润	355.0	579.4	783.2	932.3	流动负债合计	716	778	918	968
少数股东损益	103	158	206	233	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.82	1.34	1.81	2.15	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	448	1568	1063	1218	负债合计	716	778	918	968
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1649	2141	2807	3599
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	144	302	508	741
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1792	2443	3314	4340
固定资产投资	-37	-429	-436	-339	负债及股东权益	2509	3221	4232	5308
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-37	-429	-436	-339		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.820	1.338	1.809	2.153
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.81	4.95	6.48	8.31
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	57.32	35.12	25.98	21.83
筹资成本	246	-82	-110	-130	PEG	1.51	0.92	0.68	0.57
其他	-491	0	0	0	PB	12.34	9.50	7.25	5.65
筹资活动现金流净额	-246	-82	-110	-130	EV/EBITDA	27.77	16.99	12.68	10.71
现金净流量	165	1056	517	749	ROE	21.5%	27.1%	27.9%	25.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。